

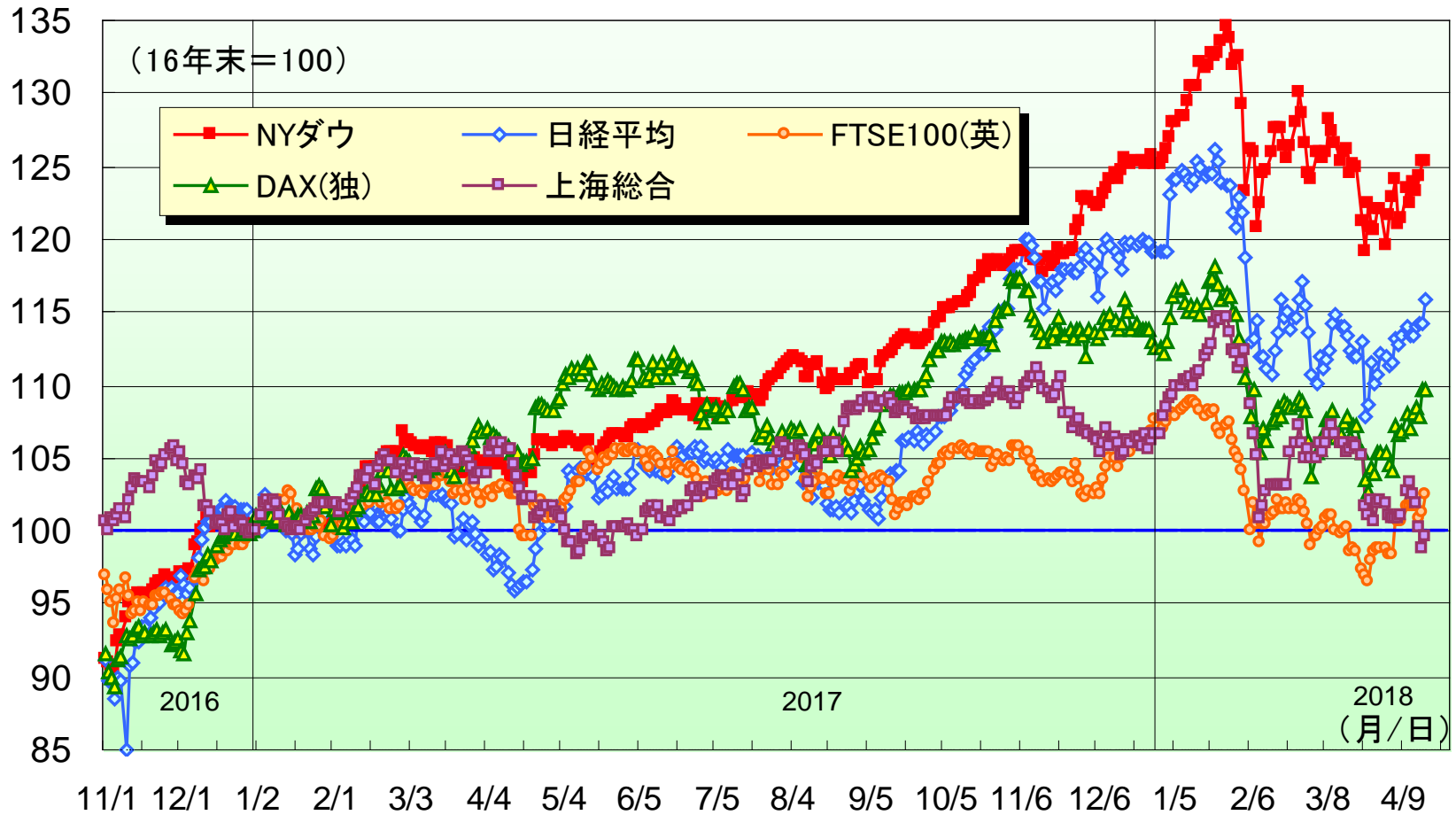
米中貿易摩擦に立ち向かう米国株式市場の見通し ～事態深刻化を回避するシナリオを想定～

2018年4月26日

大和証券
チーフ グローバル ストラテジスト
壁谷 洋和

徐々に落ち着きを取り戻す世界の株式市場

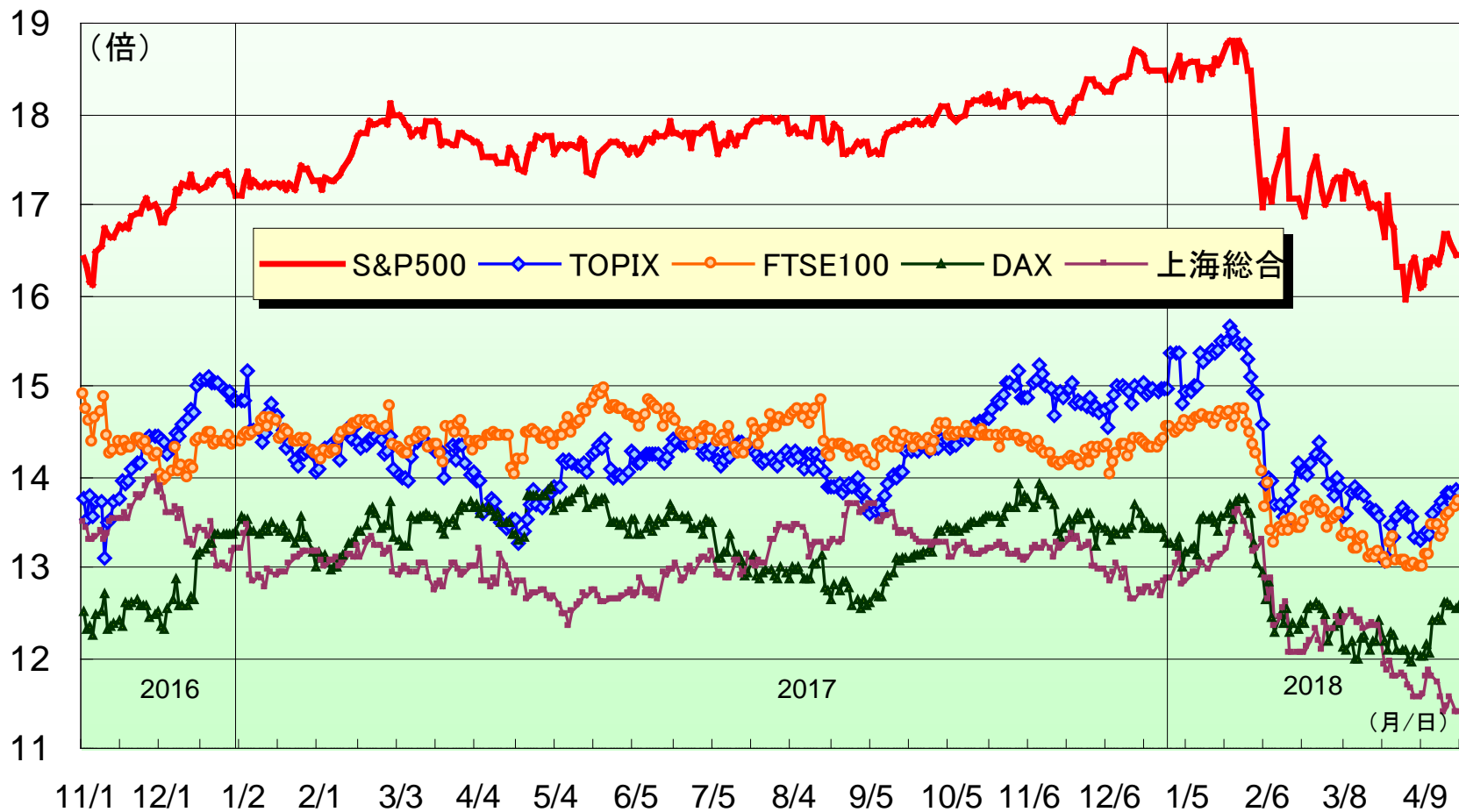
主要株価指数の推移(2016年末～)



(出所) Bloombergより大和証券作成 (注) 2016年末を100として指数化

予想PERは低位にとどまる

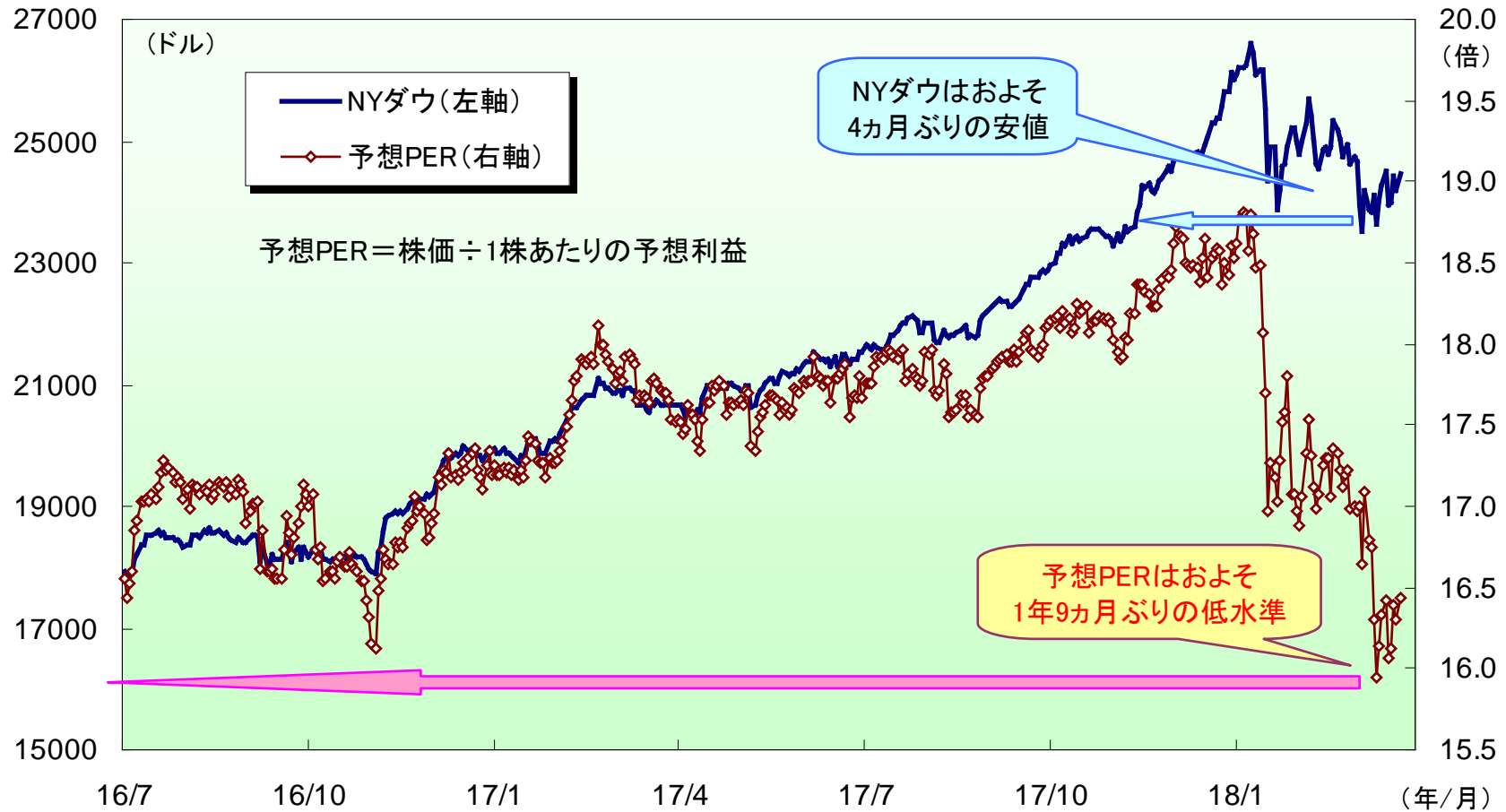
主要指数の予想PERの推移



(出所)トムソン・ロイターより大和証券作成 (注)12ヵ月先予想利益ベース

米国株のダメージは相対的に小さいが...

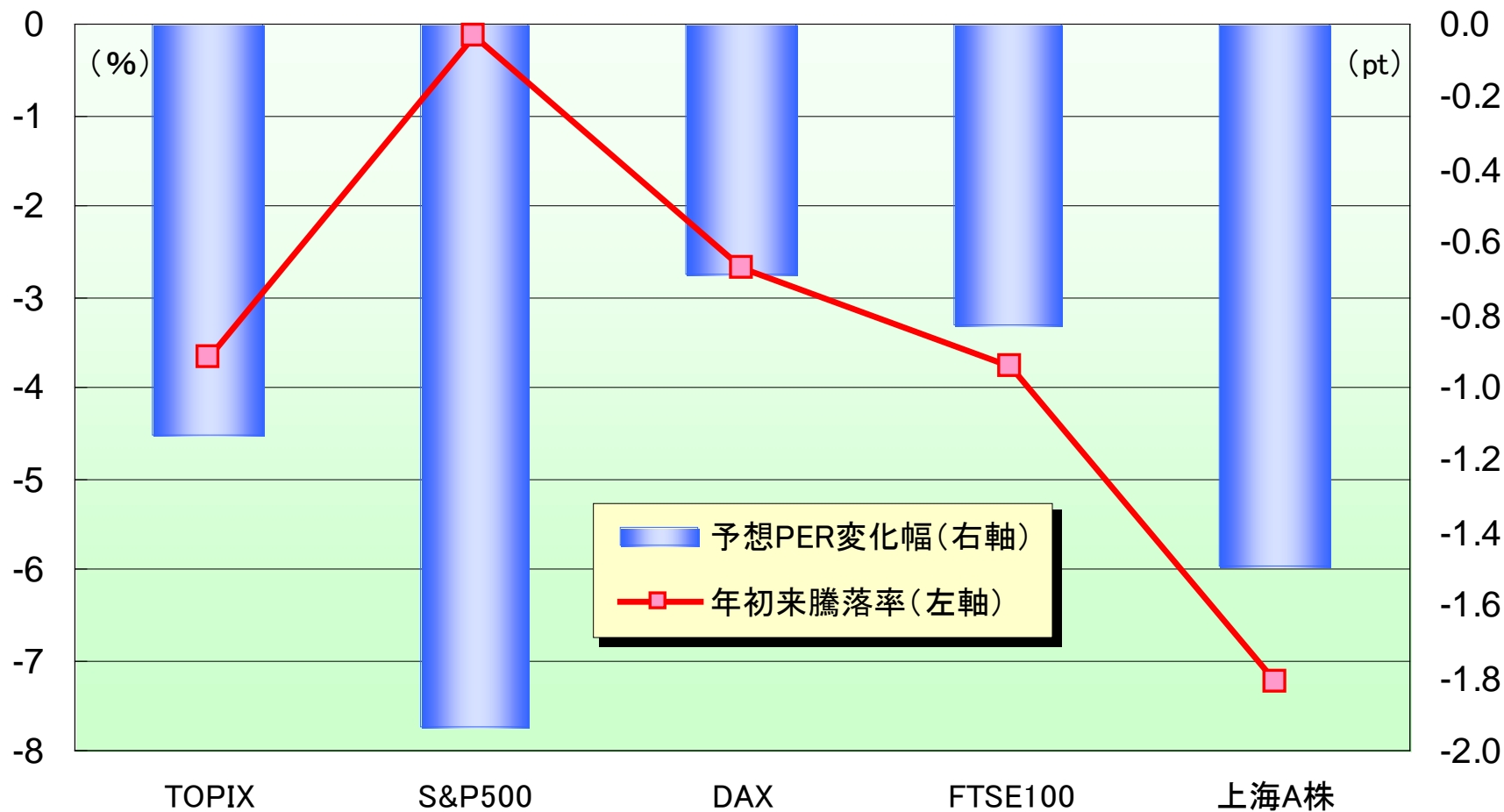
米国の予想PERの変化



(出所) Bloomberg、トムソン・ロイターより大和証券作成

米国株の予想PERは必要以上に切り下がったイメージ

年初来の予想PERの変化と株価騰落率



(出所) Bloomberg、トムソン・ロイターより大和証券作成

保護主義に傾くトランプ政権

米中間の貿易摩擦を巡る問題

1月23日	米国が通商法201条に基づく緊急輸入制限(セーフガード)を発動。米国に輸入される洗濯機に最大50%、太陽光パネルに最大30%の関税を賦課
2月16日	米商務省が鉄鋼とアルミニウムの輸入制限をトランプ大統領に勧告
3月1日	トランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムに追加関税を課す輸入制限発動の方針を表明
3月8日	鉄鋼・アルミニウムの輸入制限が正式に決定(3/23より発動)
3月22日	米政府は中国による知的財産権の侵害を理由に、最大600億ドル相当の中国製品に高関税を課す制裁措置を正式表明
4月2日	中国が米国産の豚肉やワインなど128品目に最大25%の関税を課す報復措置を発動
4月3日	米政府が通商法301条に基づき中国の産業機械など約1,300品目に高関税を課す具体案を公表
4月4日	中国が大豆、牛肉、自動車、飛行機など106の米国製品へのさらなる報復関税計画を発表
4月5日	トランプ大統領は1,000億ドル相当の品目について追加関税を検討するよう米通商代表部(USTR)に指示
5月11日	USTRの制裁関税分野等についての意見を募るパブリックコメント受付期限
5月22日頃	米国側の制裁関税案提示→トランプ大統領による最終決定(6月初旬?)

(出所)各種資料より大和証券作成

米国は最大の貿易赤字相手国である中国を狙い撃ち

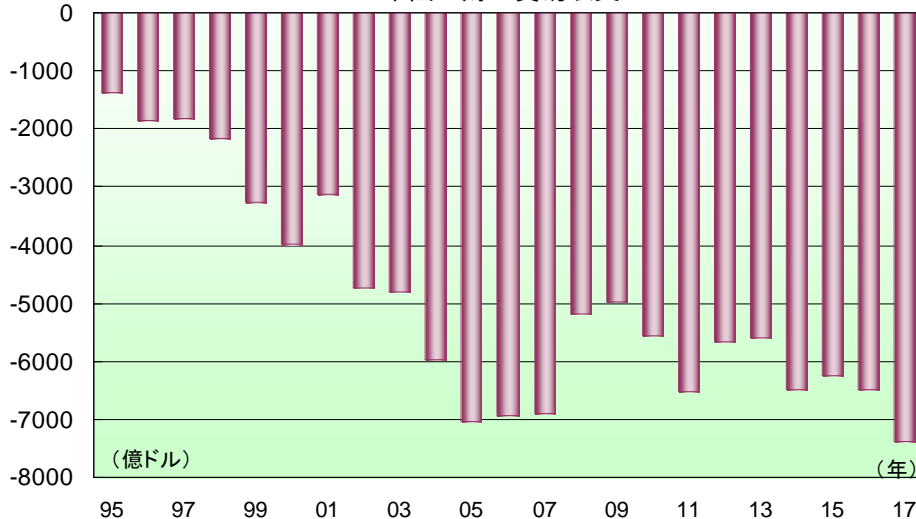
- 対中国の貿易赤字は、米国全体のおよそ半分を占める。他国を寄せつけないレベル。
- 米国向けの自動車輸出増などでメキシコが2位に浮上。3位の日本の貿易赤字は中国の5分の1程度。
- 米国は中国に対し、1,000億ドルの赤字削減を要求。
- 表向きは中国に対して強硬姿勢を示しつつ、水面下では、現実的な解決策が話し合われている模様。
- 全面的な貿易戦争に発展する可能性は低い。

国別の米国債保有額・割合

国名	保有額	割合	国名	保有額	割合
中国	11,682	18.7%	香港	1,941	3.1%
日本	10,658	17.0%	台湾	1,754	2.8%
アイルランド	3,275	5.2%	インド	1,486	2.4%
ブラジル	2,657	4.2%	サウジアラビア	1,436	2.3%
スイス	2,511	4.0%	ベルギー	1,237	2.0%
英国	2,433	3.9%	シンガポール	1,226	2.0%
ケイマン諸島	2,419	3.9%	韓国	1,017	1.6%
ルクセンブルク	2,209	3.5%	その他	14,661	23.4%

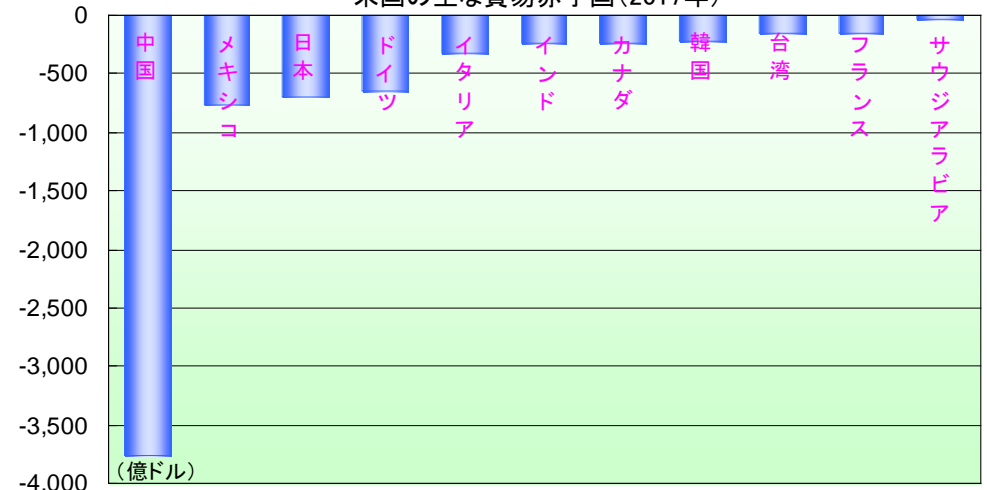
(出所)米財務省より大和証券作成

米国の財の貿易収支



(出所)Bloombergより大和証券作成

米国の主な貿易赤字国(2017年)

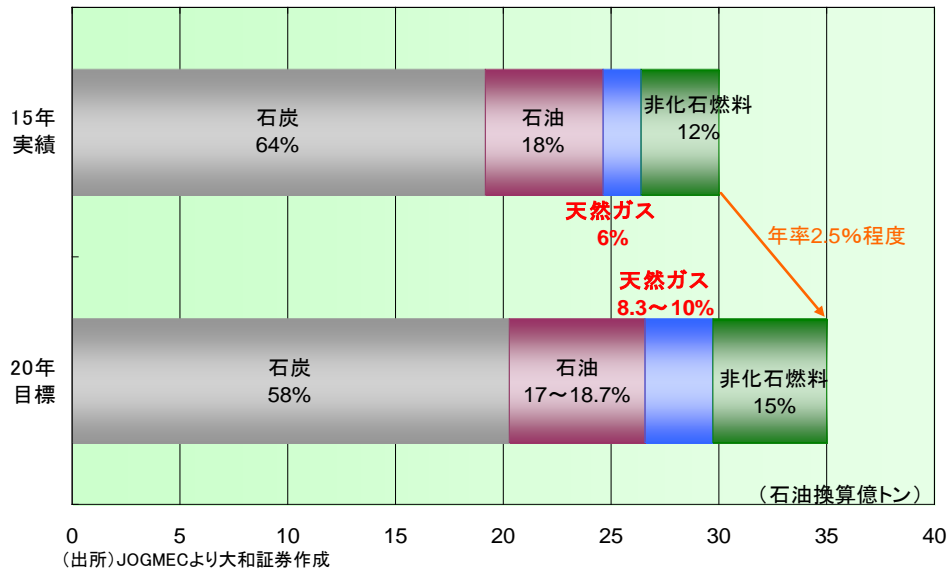


(出所)Bloombergより大和証券作成

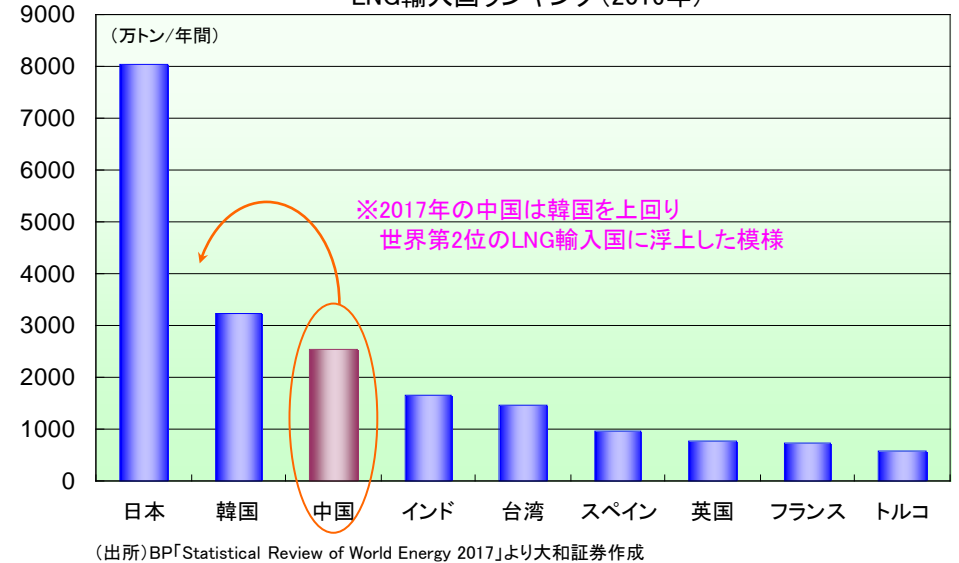
米中貿易摩擦軽減のウルトラCとなるか「天然ガス」

- エネルギーの安定供給と環境問題の両立を図る中国では「天然ガスシフト」が進む見通し。
- 「シェール革命」で世界最大の天然ガス生産国となった米国は輸出に積極的。⇒ 両者の利害が一致
- 中国は近い将来に世界最大のLNG輸入国になると見られるが、米国からの輸入は限定的。
- 米国が中国向けの輸出を増やせば、貿易赤字削減に効果的。同時にインフラ投資拡大も達成。

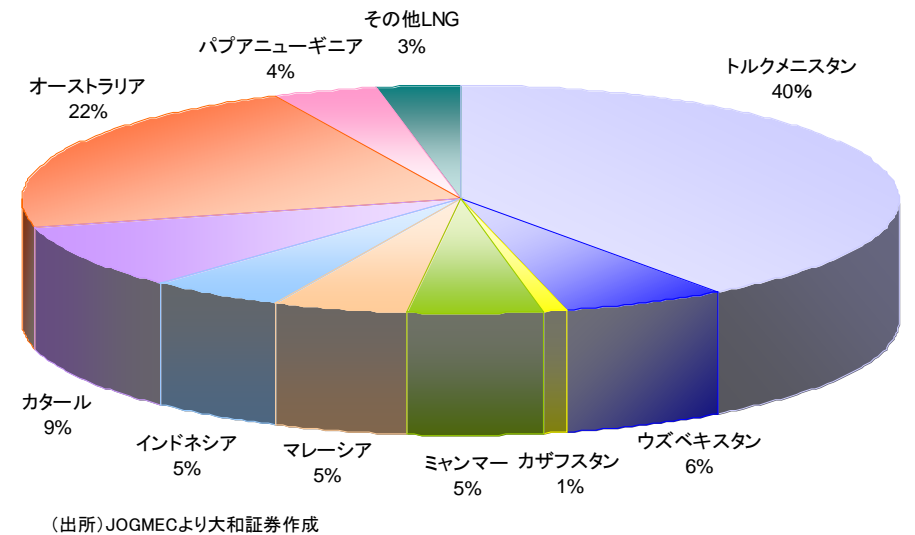
中国の1次エネルギー消費構成目標



LNG輸入国ランキング(2016年)

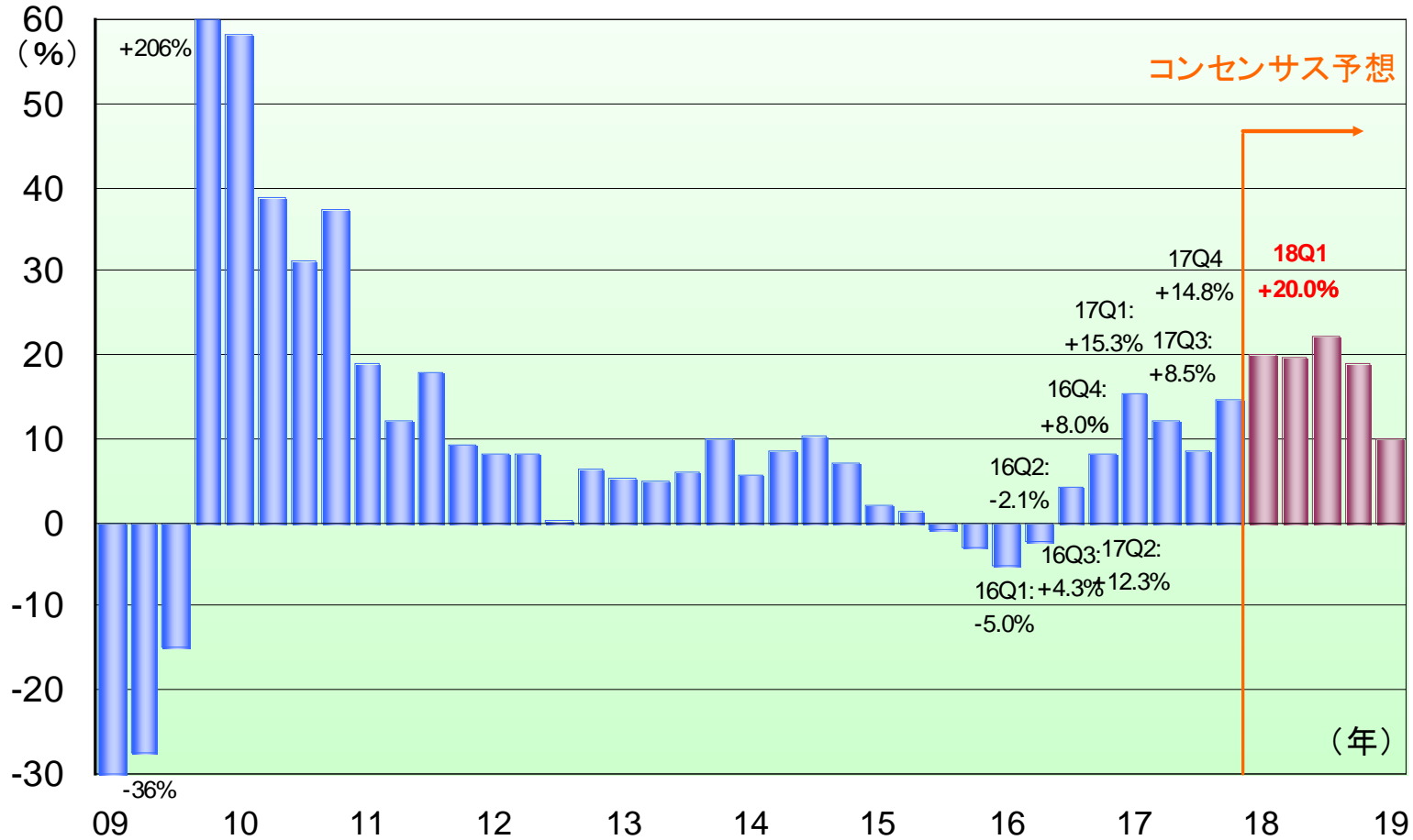


中国の天然ガス輸入元とその割合(2016年)



想定通りに好調な米企業業績

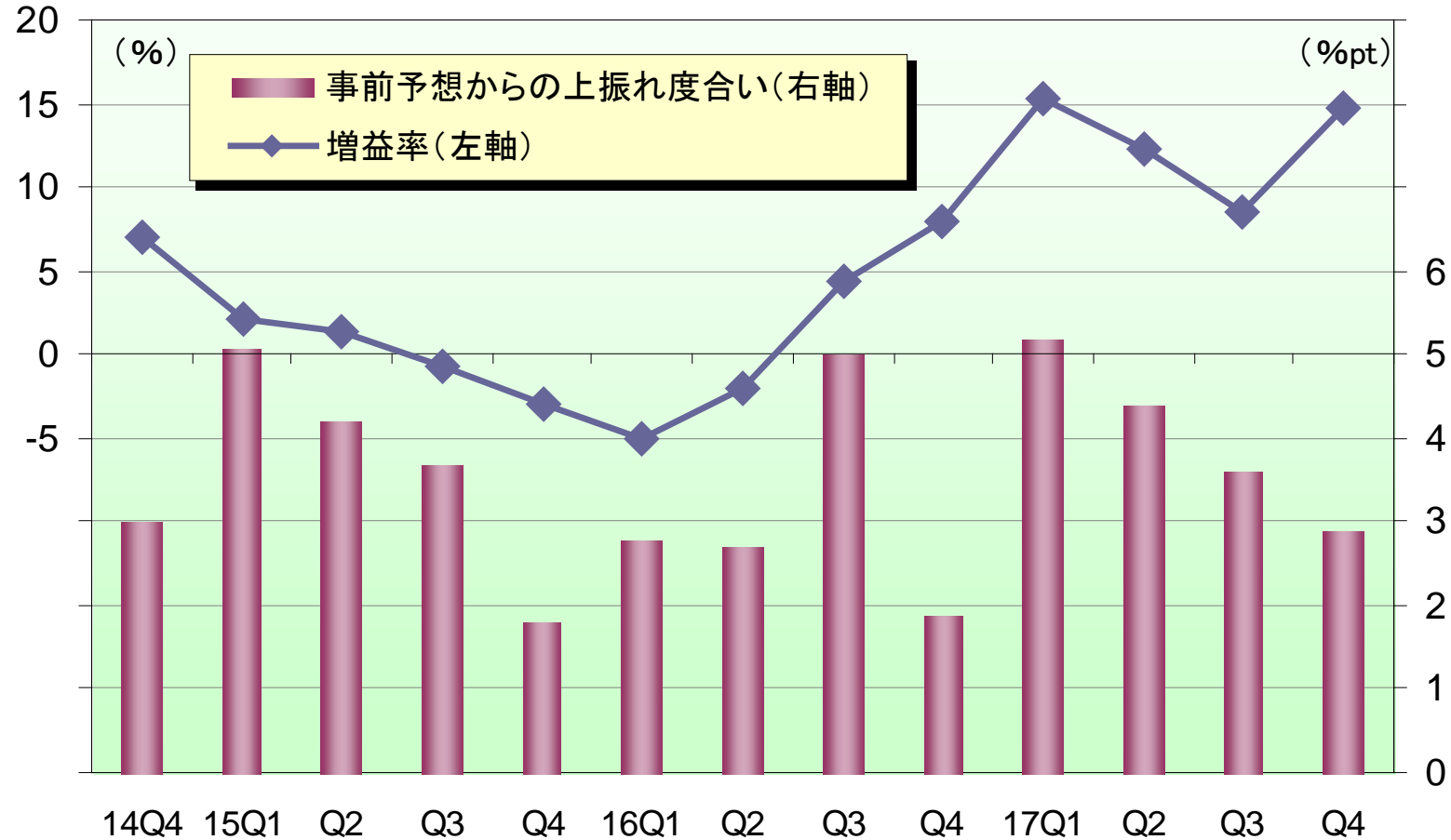
S&P500増益率予想の推移



(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成 (注)4/20時点。

市場予想からどの程度上振れして着地するか注目

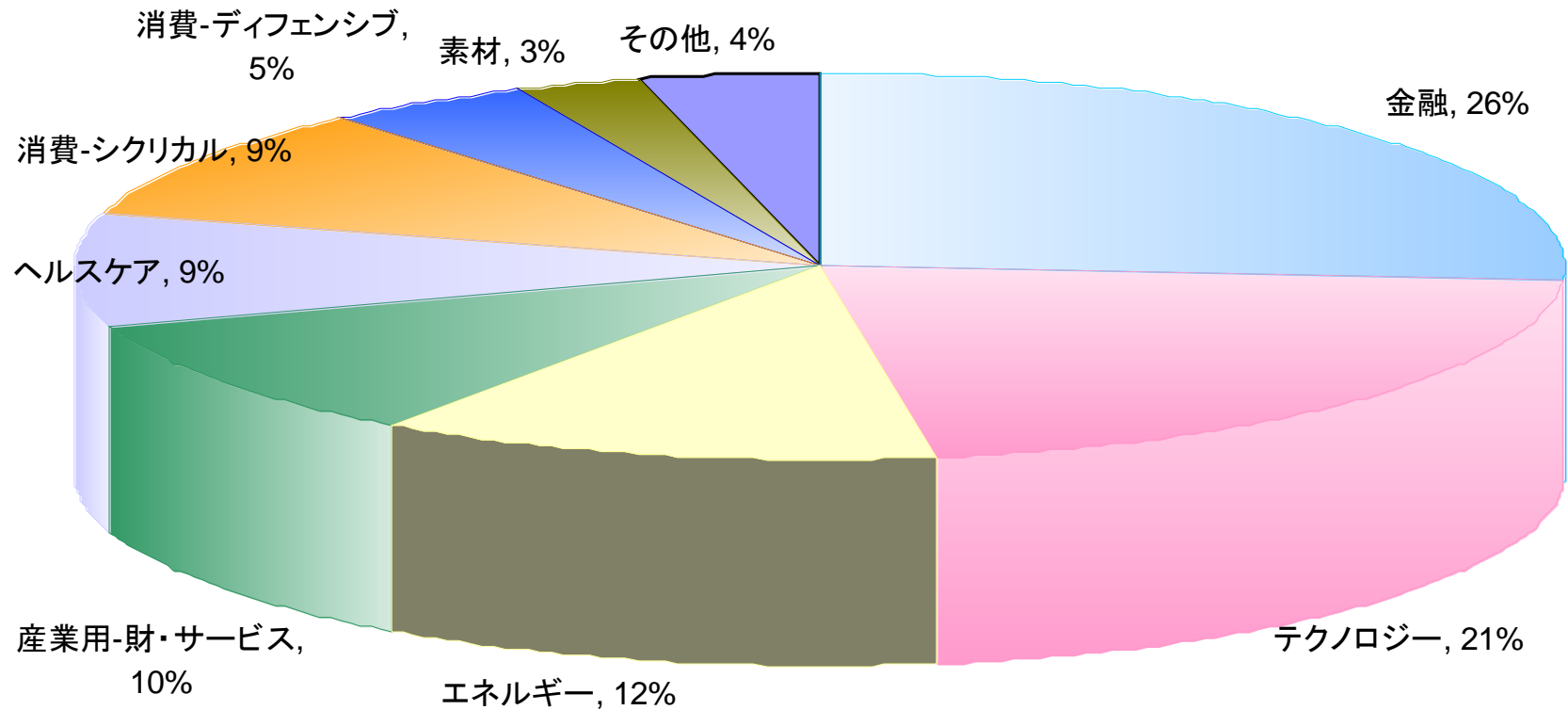
増益率の推移と事前予想との乖離



(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成

カギを握るテクノロジー企業決算

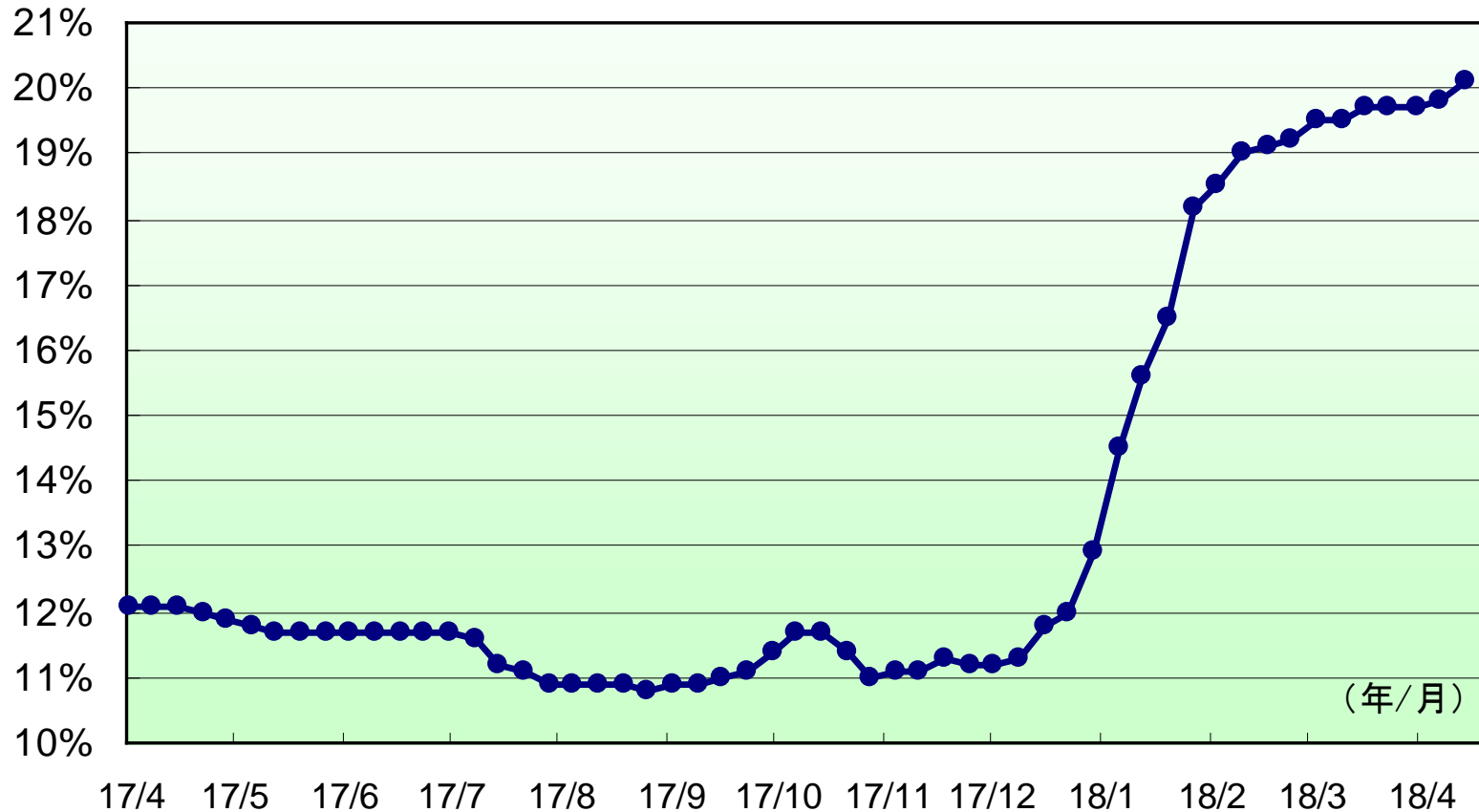
18年増益の業種別寄与率



(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成

18年の増益率は優に20%超えも

S&P500採用企業の2018年の予想増益率

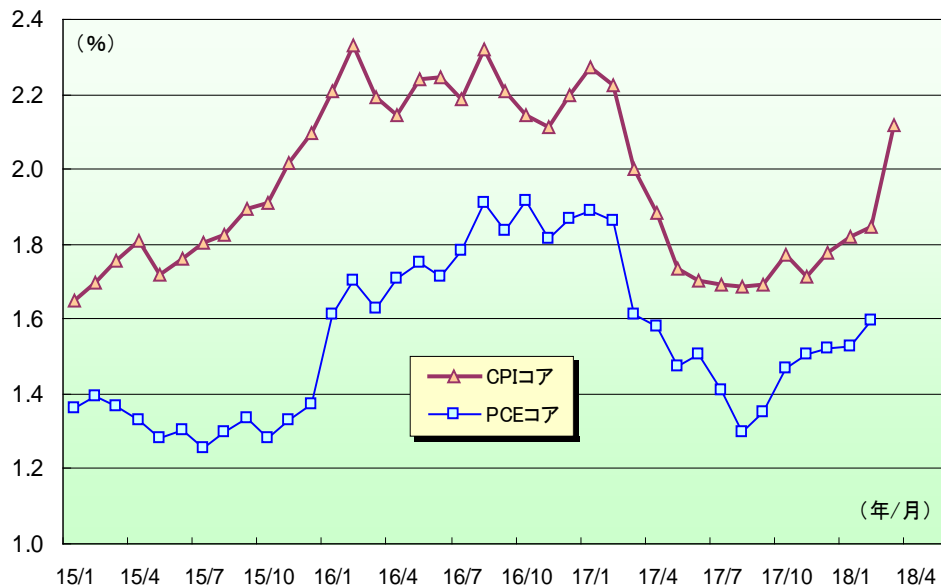


(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成 (注)4/20時点。

原油価格上昇による物価押し上げ効果は限定的か

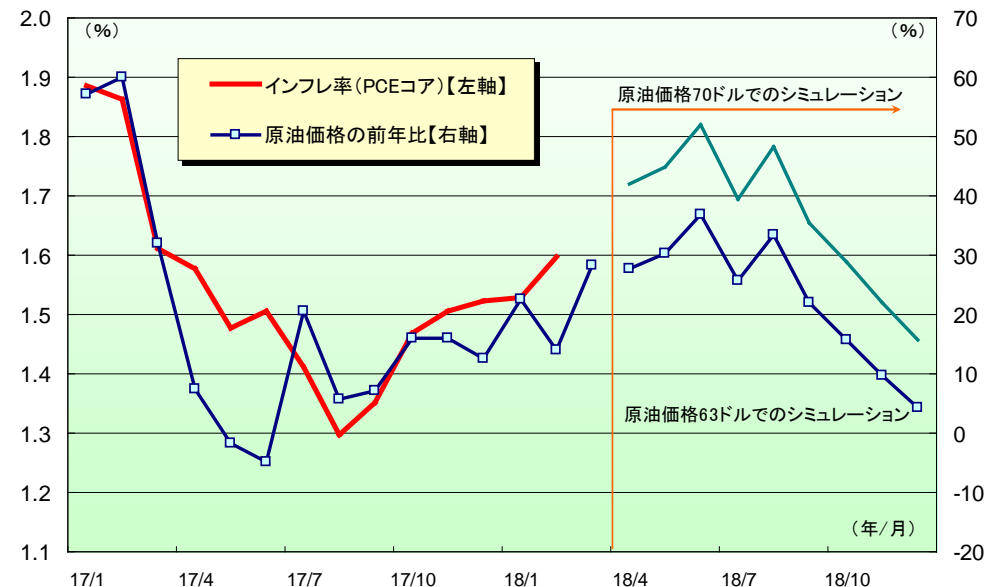
- 米中貿易摩擦やシリア情勢緊迫化の問題が沈静化すれば、市場の注目は再び米国の物価に移る見込み。
- 3月の米消費者物価指数は前年同月比で+2.4%(コアで+2.1%)と大きく上昇。
- 17年3月の携帯電話サービス料金値下げの反動によるものと見られ、想定範囲内の動き。
- 原油価格が上昇基調を強めている点には注意が必要だが、18年の原油価格は60~65ドルでの推移が中心になると予想。物価は依然として、抑制的に推移すると考えられる。

米インフレ率の推移



(出所) Bloombergより大和証券作成

原油価格とインフレ率の関係

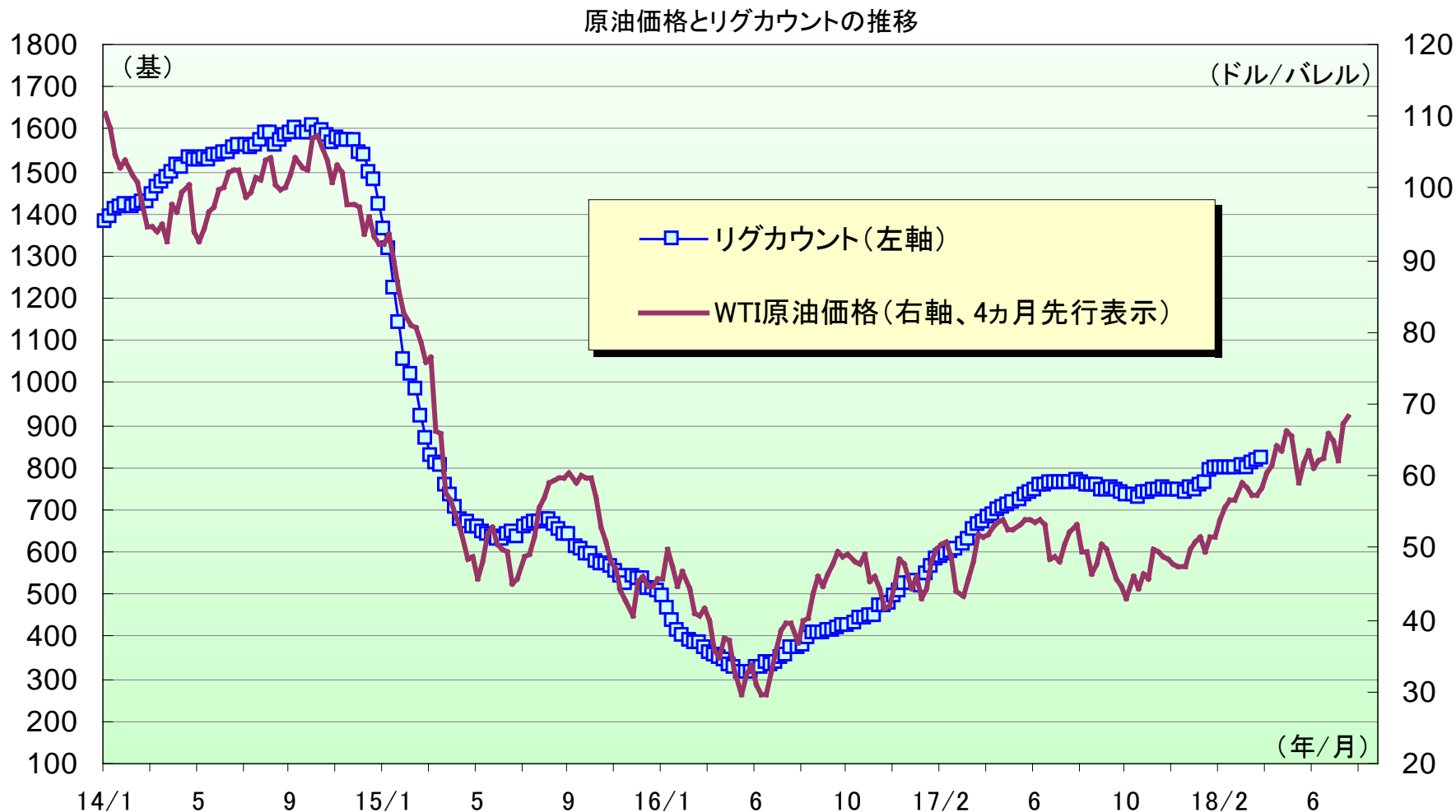


(出所) Bloombergより大和証券作成

原油需給改善の材料

- シリア情勢の緊迫化（その後、沈静化）
- OPECの減産順守を確認
- ロシアに対する制裁強化
- 米国の原油在庫減少（低位安定）
- IMFによる世界経済に対する堅調見通し

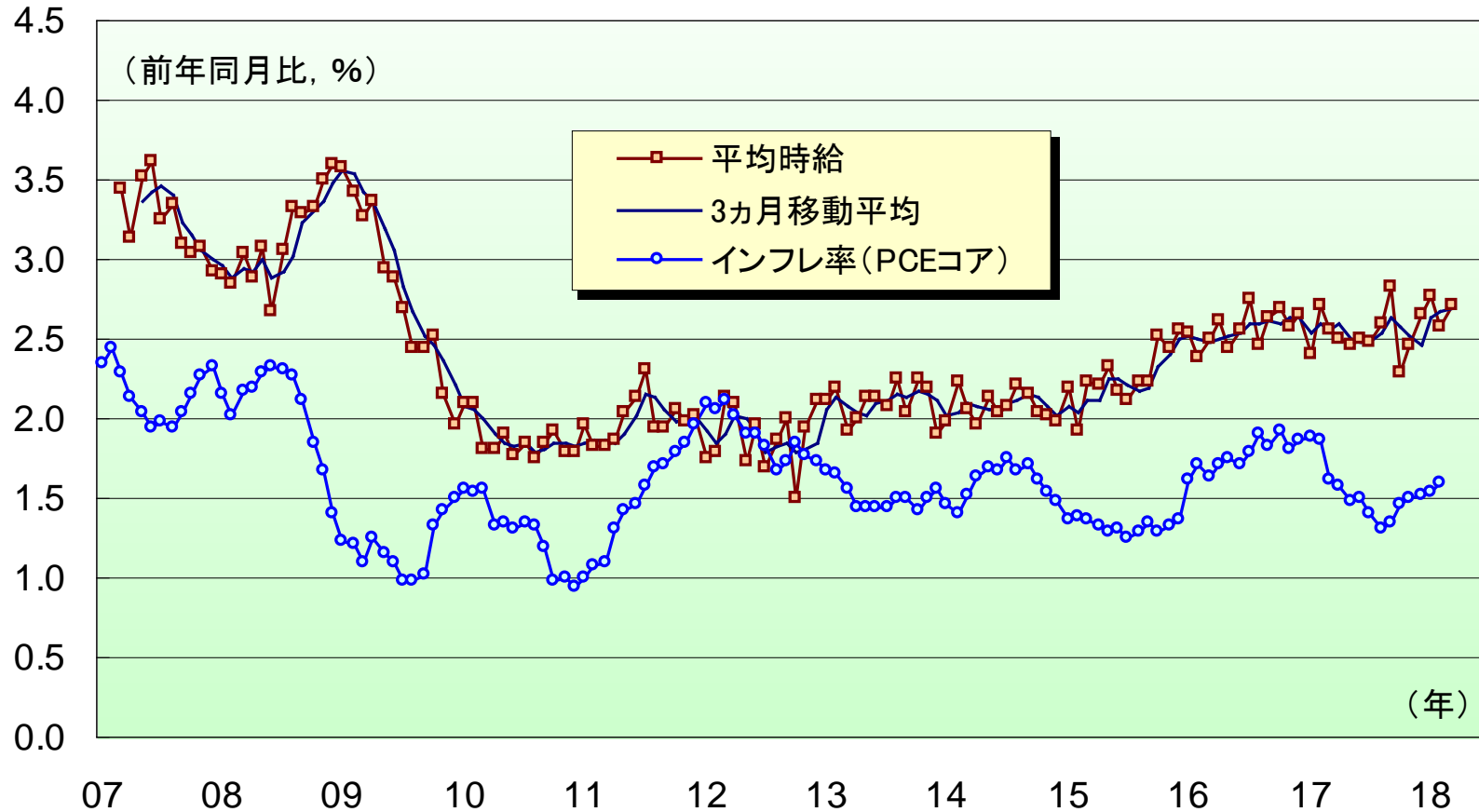
いずれまた米国の原油生産が増えるのは宿命



(出所) Bloombergより大和証券作成

賃金の上昇は今のところ抑制的

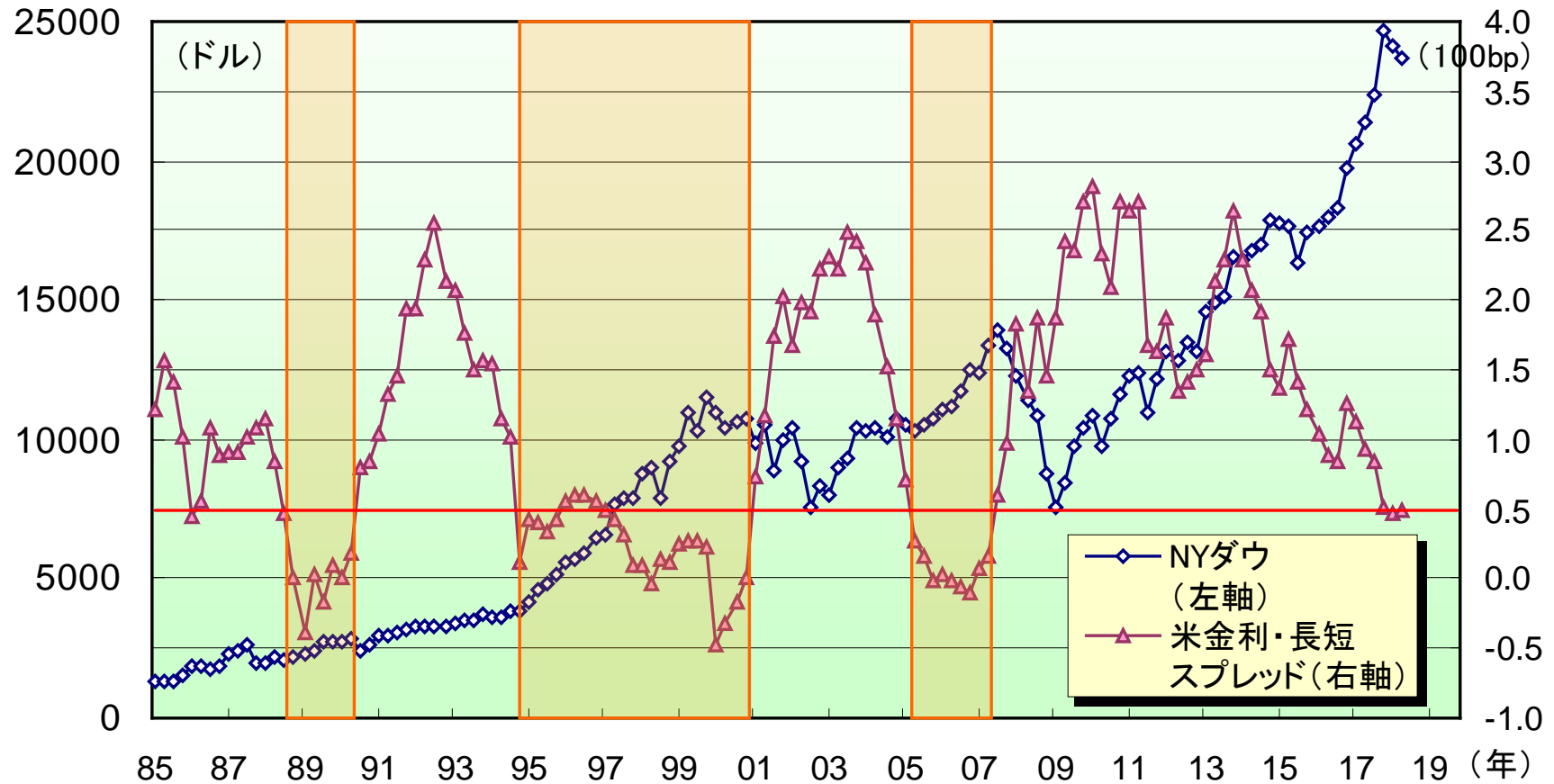
平均時給とインフレ率



(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成

リーマンショックから10年

米金利長短スプレッドと株価の推移



(出所) Bloombergより大和証券作成

2018年末のターゲットに変更なし

株価予想レンジ

		18年 1-3月期 E	4-6月期 E	7-9月期 E	10-12月期 E	19年 1-3月期 E
NYダウ (ドル)	期末値	26,500	27,500	27,500	28,000	28,000
	予想レンジ	23,500 ~ 27,500	25,000 ~ 28,500	25,000 ~ 28,500	26,000 ~ 29,000	26,000 ~ 29,000
ナスダック (ポイント)	期末値	7,400	7,700	7,700	7,800	7,800
	予想レンジ	6,700 ~ 7,700	7,000 ~ 7,900	7,000 ~ 7,900	7,300 ~ 8,000	7,300 ~ 8,000
S&P500 (ポイント)	期末値	2,850	2,950	2,950	3,000	3,000
	予想レンジ	2,550 ~ 2,950	2,700 ~ 3,050	2,700 ~ 3,050	2,800 ~ 3,100	2,800 ~ 3,100

(出所)大和証券作成

ダイワ・セレクション

5月の月間参考銘柄(米国株)

コード	社名	コメント
AAPL	アップル	デジタル端末やソフトの開発会社。2018年1-3月期のiPhone事業は2桁増収を計画
NVDA	エヌビディア	GPU(画像処理装置)開発会社。ゲームとデータセンター向け好調。中長期ではAI・自動運転が業績を牽引
GOOGL	アルファベット	Googleを傘下に置く持株会社。中長期成長期待に対し株価は魅力的な水準。個人情報関連規制強化には注意
MSFT	マイクロソフト	ソフト開発最大手。成長著しいクラウド市場で成長加速。安定した業績拡大に沿った株価推移に期待
PYPL	ペイパル・ホールディングス	電子決済大手。イーベイ決済事業の自社運営化による悪影響と引き換えに競合へのサービス提供が可能に
AMZN	アマゾン・ドット・コム	米国Eコマース最大手。短期的に大統領発言で乱高下しようが、Eコマース、クラウド、広告と全事業好調維持
V	ビザ	大手クレジットカード会社。2018年度は調整後のEPS成長率で20%台半ばの上限が見込まれている
NKE	ナイキ	スポーツ用品世界首位。新製品好調の中、北米販売状況改善が視野に。海外好調も続き、業績安定化に期待
DIS	ウォルト・ディズニ	総合娯楽企業。有料動画配信事業とフォックスのコンテンツ部門買収でTV事業の強化を狙う
RCL	ロイヤル・カリビアン・クルーズ	世界2位のクルーズ会社。クルーズ需要は欧米を中心に堅調。船上消費の伸びが業績に寄与
CAT	キャタピラー	重機世界首位。世界的な景気拡大と資源価格の上昇が業績の追い風。米中貿易摩擦懸念で株価の上値は重い
JPM	J P モルガン・チェース	米最大手銀行の一角。18年1-3月期は増収増益。コアの貸出金残高成長率は会社見通しを上回る滑り出し
BAC	バンク・オブ・アメリカ	米最大手銀行の一角。18年1-3月期は増収増益。経費効率の改善が続いた
ZTS	ゾエティス	動物の健康関連製品を販売。家畜・ペットの両輪で市場成長の恩恵享受・シェア拡大による成長が続こう

(出所)大和証券作成

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.24200%（但し、最低 2,700 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。（平成 30 年 4 月 13 日現在）

シード平和(1739) イチケン(1847) nms ホールディングス(2162) ラクト・ジャパン(3139) ハピネス・アンド・ディ(3174) 三洋貿易(3176) ANAP(3189) 日本ヘルスケア投資法人(3308) タイセイ(3359) 内外テック(3374) サカイオーベックス(3408) ケー・エフ・シー(3420) 宮地エンジニアリンググループ(3431) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) ケイアイスター不動産(3465) デュアルタップ(3469) 大江戸温泉リゾート投資法人(3472) ウイルプラスホールディングス(3538) パピレス(3641) エイチチーム(3662) モブキャストホールディングス(3664) エニゴモ(3665) インフォテリア(3853) ダブルスタンダード(3925) バリュエーゴルフ(3931) マクロミル(3978) テモナ(3985) すららネット(3998) ラサ工業(4022) トクヤマ(4043) 日本化学工業(4092) 田岡化学工業(4113) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) リボミック(4591) フォーカスシステムズ(4662) 日本コンピュータ・ダイナミクス(4783) ハーパー研究所(4925) 東洋ドライルーブ(4976) O A T アグリオ(4979) Mipox(5381) 日本金属(5491) 大紀アルミニウム工業所(5702) 日本精鉱(5729) 日本鋼網(5753) 東京製綱(5981) 日本動物高度医療センター(6039) イー・ガーディアン(6050) トレンダーズ(6069) ジェイエスエス(6074) シンメンテホールディングス(6086) アビスト(6087) ウィルグループ(6089) 岡本工作機械製作所(6125) 中村超硬(6166) 東洋機械金属(6210) 妙徳(6265) 荏原実業(6328) 三相電機(6518) Orchestra Holdings(6533) インターネットインフィニティ(6545) キュービーネットホールディングス(6571) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) エレコム(6750) アドバンテス(6857) ダイヤモンド電機(6895) ASTI(6899) エノモト(6928) 太陽誘電(6976) アストマックス(7162) GMO フィナンシャルホールディングス(7177) 初穂商事(7425) トランザクショ(7818) ウェーブロックホールディングス(7940) 大興電子通信(8023) ルックホールディングス(8029) サンワテクノス(8137) マナーパートナーズグループ(8732) フジ住宅(8860) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅投資法人(8986) ビジョン(9416) 燦ホールディングス(9628) ユニマツリダイヤモンド・コミュニティ(9707) 帝国ホテル(9708) 学究社(9769) UEX(9888) 日本電計(9908)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成 29 年 4 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

アクシーズ(1381) ヤクルト本社(2267) ゲンキー(2772) アクティブ・プロパティーズ投資法人(3279) イオンリート投資法人(3292) ヒューリックリート投資法人(3295) トーセイ・リート投資法人(3451) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 三菱地所物流リート投資法人(3481) コメダホールディングス(3543) シェアリングテクノロジー(3989) ウォンテッドリー(3991) 竹本容器(4248) シーティーエス(4345) 出光興産(5019) アサヒホールディングス(5857) チャーム・ケア・コーポレーション(6062) 日本郵政(6178) オプトラン(6235) GameWith(6552) クックビズ(6558) エル・ティー・エス(6560) A B ホール(6565) キュービーネットホールディングス(6571) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) ルネサスエレクトロニクス(6723) 星和電機(6748) エノモト(6928) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) Casa(7196) アイベット損害保険(7323) 南陽(7417) アドヴァン(7463) 壽屋(7809) サンワテクノス(8137) 愛知銀行(8527) カチタス(8919) サンフロンティア不動産(8934) オリックス不動産投資法人(8954) 大和ハウスリート投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) S Gホールディングス(9143)（銘柄コード順）